



As Cartas de Crédito
dos fundos AI já estão
disponíveis!



CARTA DE CRÉDITO

AI CP Debêntures
Incentivadas

Maio 2026

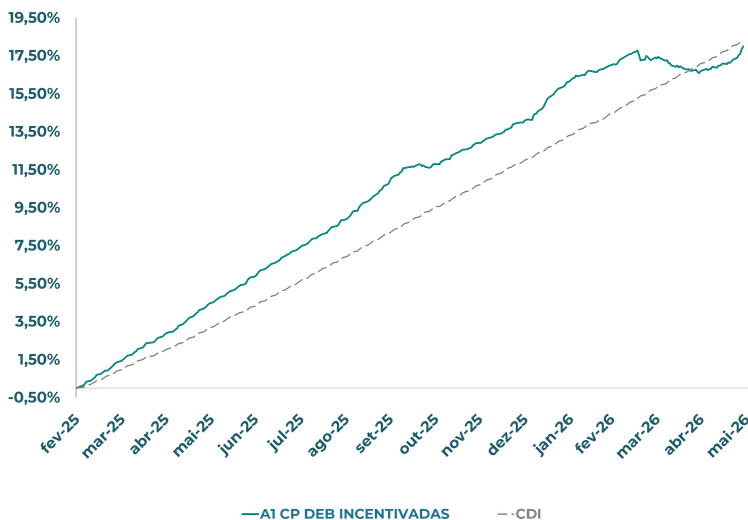




Rentabilidade do Fundo

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acumulado
2026	1,91%	0,63%	0,33%	-0,53%	1,05%								3,41%	18,04%
CDI	1,16%	1,00%	1,21%	1,09%	1,07%								5,66%	18,41%
%CDI	163,75%	63,41%	26,98%	-49,03%	97,73%								60,21%	97,99%
2025		1,43%	1,42%	1,55%	1,36%	1,47%	1,32%	1,89%	0,81%	1,00%	1,09%		14,15%	14,15%
CDI		0,96%	1,06%	1,14%	1,10%	1,26%	1,16%	1,22%	1,28%	1,05%	1,22%		12,07%	12,07%
%CDI		148,86%	134,10%	135,92%	124,12%	114,98%	113,17%	154,78%	63,45%	94,98%	89,59%		117,27%	117,27%

Rentabilidade Acumulada vs. CDI (%)





A1 CP DEB INCENTIVADAS



Em maio, os fundos isentos de infraestrutura apresentaram resgates da ordem de R\$ 15 bilhões, sendo R\$ 5,1 bilhões nas gestoras independentes e R\$ 9,9 bilhões nas assets de bancos.

Esse mercado tem uma peculiaridade que amplia o impacto dos movimentos de aplicação e resgate. Como a grande maioria dos fundos precisa manter pelo menos 85% do patrimônio alocado em crédito, eles possuem, em média, menos caixa do que os fundos não isentos. Portanto, em eventos de aceleração dos resgates, os gestores são obrigados a vender parte da carteira, o que gera impacto negativo na cota e reforça novos resgates. O mesmo vale quando a captação acelera.

Na nossa visão, as aberturas de spread observadas nos últimos meses representam muito mais uma correção em relação ao forte fechamento dos spreads entre mar/25 e set/25 do que algo estrutural.

Os spreads (taxa média IPCA+ em relação à NTN-B de referência) dos emissores AAA voltaram a abrir em maio. Os AAA abriram 8 bps para B+0,06; os AA fecharam 10 bps para B+1,33; e os A abriram 12 bps para B+1,03. Em junho, já observamos um fechamento dos spreads.

Entendemos que o nível atual dos spreads para os emissores AAA começa a ficar mais atrativo, com alguns nomes tendo operado, em maio, acima da NTN-B equivalente, ao redor de B+20 bps. Uma segunda forma de analisar esse mercado é fazer o gross-up dos spreads e compará-los com os dos títulos não isentos.

O gráfico 1 abaixo indica claramente que, com a abertura observada em maio, o mercado voltou ao patamar de set/25, ainda baixo, porém mais próximo do nível que consideramos justo.

No gráfico 2, já sob a ótica dos spreads considerando o efeito do gross-up tributário, o spread de fechamento de maio dos AAA isentos foi de 2,32%, contra 0,87% dos AAA não isentos. Isso mostra que os isentos corrigiram de forma mais intensa e já começam a se tornar interessantes. Nesse nível atual, estamos começando a aumentar a exposição, pois entendemos que o mercado está próximo de atingir um nível atrativo de abertura.

Historicamente, na maior parte do tempo, os isentos (considerando o gross-up) pagaram mais do que os não isentos, com um diferencial médio de 80 bps. Atualmente, essa diferença está em 145 bps.

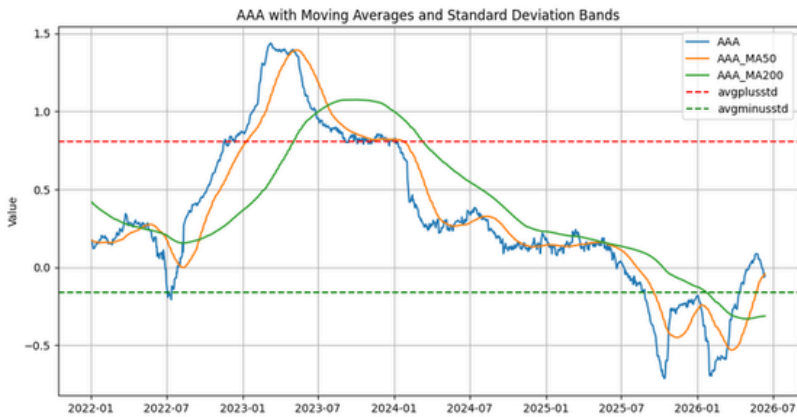
É necessário comparar os dois mercados da forma correta. Nesse sentido, enxergamos os títulos isentos como mais interessantes.

Gráfico 1 - Histórico de Spreads por Nível de Rating



Fonte: A1 / Anbima - Data de Extração: 01/06/26

Gráfico 2 - Histórico de Spreads (+1 Desvios)



Fonte: A1 / Anbima - Data de Extração: 01/06/26

Gráfico 3 – Histórico de Spreads AAA Isento com Cross up x AAA Não Isento



Fonte: A1 / Anbima

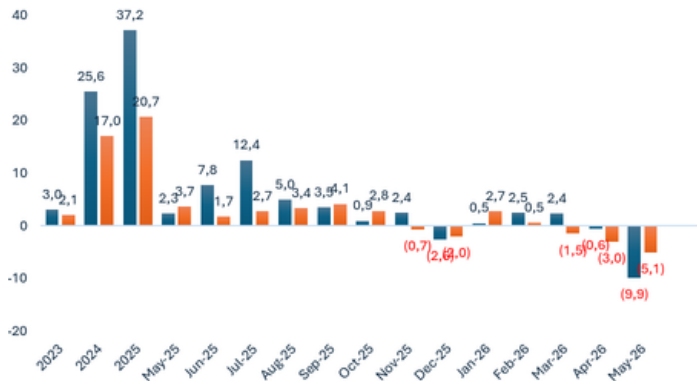
No lado da oferta de emissões, no mês de maio, o volume de emissões compradas pelos fundos/PF foi de R\$ 1,3bi, bem abaixo da média histórica.

Gráfico 4 – Compras de Debêntures em Fundos de Crédito (R\$ Bi)



Fonte: A1 & Comdinheiro

Gráfico 5a – Captação Fundos com Patrimônio Alocado em Crédito > 20% (R\$ Bi)



Fonte: A1 & Comdinheiro

Gráfico 5b – Captação Fundos com Patrimônio Alocado em Crédito > 20% em % AUM



Fonte: A1 / Anbima - Data de Extração: 01/06/26

Variação mensal do Estoque de LCIs e LCAs desconsiderando o rendimento de 90% do CDI



Fonte: BBI

Os fundos isentos, devido à rigidez do percentual mínimo de crédito que deve permanecer alocado, acabam apresentando uma volatilidade dos spreads superior à observada em fundos sem essa restrição. Qualquer movimento mais intenso de captação ou resgate gera um fluxo mais forte de compras e vendas e, naturalmente, impacta os spreads. A princípio, os spreads tendem a apresentar movimentos de alta e de baixa significativamente acima dos níveis considerados justos.

O gráfico 6, por sua vez, indica uma continuidade na redução do estoque de LCI/LCA, o que é favorável para os fundos isentos sob a ótica de fluxo.

Do lado da qualidade de crédito das empresas, vemos como principal preocupação o atual nível de alavancagem das pessoas físicas e das pequenas e médias empresas. Acreditamos que haverá uma elevação relevante das despesas financeiras até, pelo menos, dez/2026, dado que o Banco Central sinaliza, no máximo, mais uma redução da Selic em 2026. Além disso, devemos começar a observar uma deterioração dos indicadores de atividade econômica, o que também tende a pressionar os balanços corporativos.

Nas métricas apresentadas abaixo (amostra de mais de 500 empresas), observa-se uma tendência clara de deterioração da qualidade de crédito. Todos os indicadores pioraram em 2025 e acreditamos que continuarão se deteriorando até o final de 2026.

Gráfico 7 – Métricas de Crédito Empresas



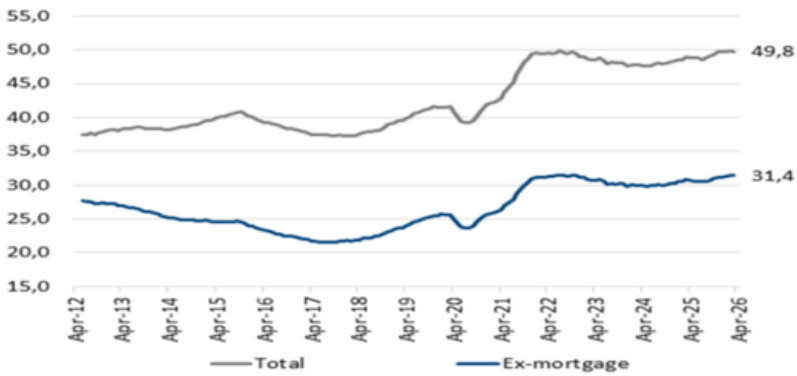
Fonte: A1

No aspecto operacional, as empresas têm demonstrado resiliência. No entanto, com a perspectiva de deterioração da atividade econômica, as linhas de receita também devem começar a apresentar piora.

Os dados do Banco Central sobre o endividamento das famílias (gráfico 8) mostram uma elevação do comprometimento da renda com o serviço da dívida, além de uma inadimplência em níveis historicamente elevados e de uma desaceleração do crédito (gráfico 9). O crescimento do estoque de crédito (gráfico 9B) evidencia a consequência natural dessa deterioração dos indicadores de crédito: uma desaceleração gradual da taxa de crescimento do estoque.

Nas grandes empresas, a situação é um pouco mais confortável do que nas pequenas e médias empresas (PMEs). Ainda assim, o nível de alavancagem também se encontra acima da média histórica.

Cráfico 8a - Dívida das Famílias / Renda Anual %



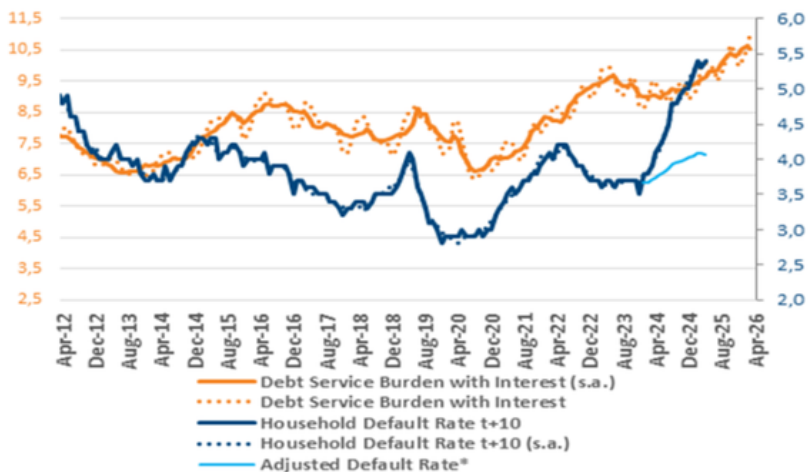
Fonte: BTG/BCB

Cráfico 8b - Serviço da Dívida das Famílias / Renda Disponível %



Fonte: BTG/BCB

Gráfico 8c - Pagamento de Juros Famílias / Renda Disponível % x Inadimplência (T+10)

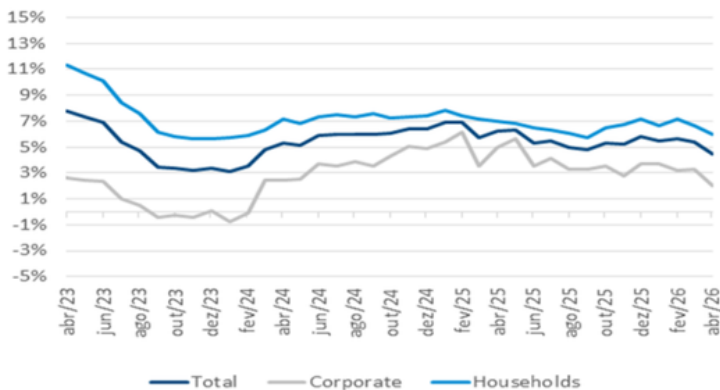


Fonte: BTG / CCB

Gráfico 9- Inadimplência Pessoa Física e PJ



Fonte: BTG / CCB



Fonte: BTG/BCBI

Acreditamos que essa contínua deterioração das métricas de crédito de famílias e empresas deve persistir pelo menos até o final de 2026. Esse cenário tende a manter os bancos cautelosos durante esse período, reduzindo o ritmo de crescimento do crédito e renovando menos dívidas de empresas mais alavancadas, conforme já observamos em outros ciclos de alta de juros.

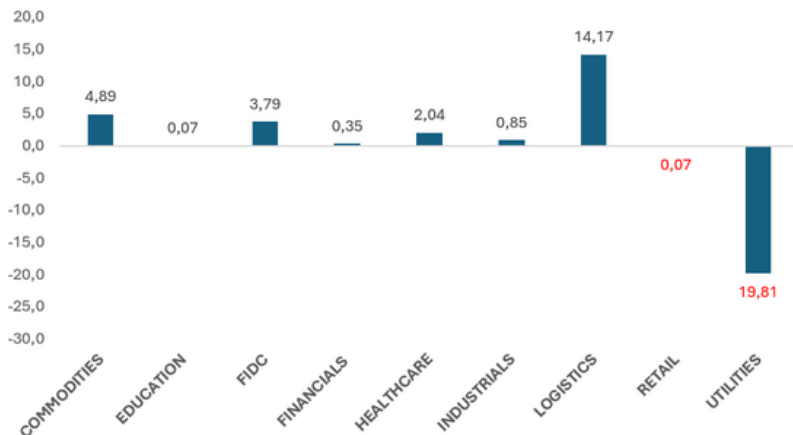
Posicionamento por métrica de risco:

- **Duration:** Mantivemos a duration em 5,1 anos em função da piora do fluxo técnico de resgates. Além disso, buscamos gerar oportunidades táticas em nomes AAA que apresentaram abertura significativa de spread ao longo de abril e maio.
- **Rating:** Aumentamos a exposição a emissores AAA no portfólio, dado que o valuation se tornou mais atrativo. Seguiremos com uma alocação predominante em ratings AA e AAA (entre 70% e 100% do portfólio), pois acreditamos que é nesse segmento que ainda existe prêmio relevante, combinado com menor risco de crédito.
- **Liquidez:** Trabalhamos com um percentual-alvo de caixa entre 15% e 30%, de forma a reduzir o risco associado à volatilidade dos spreads e aproveitar oportunidades no mercado secundário em momentos de abertura. Em maio, permanecemos ligeiramente abaixo do piso de 15%, pois utilizamos parte do caixa para aproveitar o movimento de abertura dos spreads.

Abaixo, apresentamos o gráfico com a atribuição de performance por setor no mês de maio. No período, a carteira de crédito gerou um alpha positivo de 4,4 bps acima do CDI. O setor de Utilities apresentou a pior performance, refletindo o fato de que a maior parte dos papéis isentos da carteira pertence a esse segmento, enquanto o setor de Logistics apresentou o melhor desempenho, beneficiado por posições táticas em papéis atrelados ao CDI.

Vale destacar que a carteira de carregos foi detratora em 15,6 bps no mês, uma vez que o movimento predominante dos spreads em maio foi de abertura. Por outro lado, a carteira de trading/tática gerou um alpha positivo de 20 bps, mais do que compensando o impacto negativo da carteira de carregos. Desde o início da estratégia, a carteira de trading tem desempenhado papel relevante na geração de alpha.

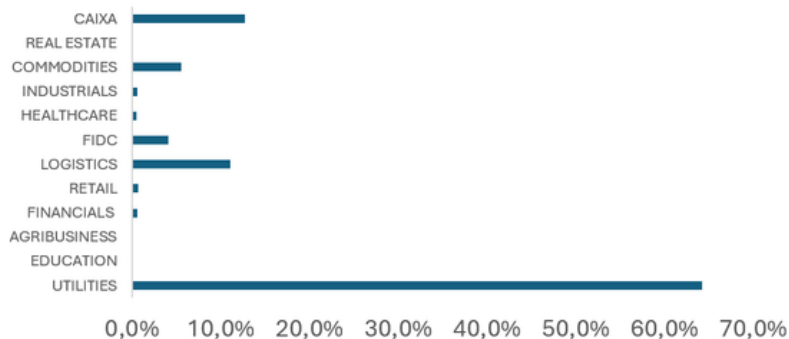
Gráfico 11 - Atribuição de Performance em Bps (Sobre o CDI)



Fonte: A1

Finalmente, segue abaixo nossa exposição setorial/caixa numa visão mais agregada.

Gráfico 12 - Exposição Macro Setorial em % do PL



Fonte: A1